

世茂 (813 HK, HK\$13.36, 目标价: HK\$17.36, 买入) — 2013 年竣工目标增长 50%

❖ 业绩较我们预期少 11.9%。2012 年收入增加 10.1%至 287 亿元(人民币·下同)，净利润轻微上升 0.7%至 57.7 亿元。交付总建筑面积上升 24.4%至 260 万平方米，但低于我们预期的 286 万平方米；入账的均价受去年上半年割价影响而下跌 13.0%至每平方米 10,251 元。因此，整体毛利率从 2011 年的 38.4%缩减至 2012 年的 33.5%。扣除投资物业重估收益，2012 年基础纯利下跌 3.9%至 43.9 亿元，比我们预期的 49.8 亿元少 11.9%。我们相信差异在于实际交付面积较我们预期少 9.2%。

❖ **2013 年销售目标为 550 亿元。**2012 年合约销售金额和面积分别同比增长 50.2%至 461 亿元和 71.1%至 409 万平方米。因为公司 2012 年的首要任务为减少负债，所以在 2012 年上半年积极割价出售库存单位，世茂曾将南京及宁波的住宅以 85 折出售。2012 年中，当销售目标渐近，公司便重新提价。世茂在今年 1-2 月完成合约销售额 73.7 亿元，同比上升 151%。公司预期今年第一季可完成 2013 年销售目标(即 550 亿元)的 25%。现在，已预售但仍未入账的物业金额为 400 亿元，其中 60%将在 2013 年交付。

❖ 应占权益的土地储备为 3,622 万平方米。世茂于 2012 年下半年销售提速后加快购入土地，公司在 2012 年购进 130 万平方米的土地，年初至今再买入 125 万平方米的土地。目前，世茂应占权益土地储备总额为 3,622 万平方米，平均土地成本为每平方米 2,082 元，相等于 2012 年销售均价的 18.5%。

❖ 提高盈利预测及目标价。世茂成功将净负债比率由 2011 年底的 93.4%降至 2012 年底的 63.8%，至 2012 年底，手持现金及总借贷分别为 181 亿元及 410 亿元，我们相信净负债比率可在 2013 年底进一步下跌至 58.1%。世茂目标是将 2013 年竣工量增加 50%，而且约 60%的 2013 年物业发展收入已锁定。我们分别调高 2013 及 2014 年的盈利预测 3.7%至 61.2 亿元和 5.5%至 71.3 亿元。我们并上调 2013 年底资产净值由 24.25 港元至 24.81 港元。因此，目标价从 16.98 港元提高至 17.36 港元，目标价较资产净值折让 30%。升值潜力为 30.0%。上调评级至买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(百万人民币)	26,031	28,652	44,211	50,082	56,795
净利润(百万人民币)	5,722	5,765	6,120	7,127	8,470
每股收益(人民币)	1.622	1.663	1.762	2.052	2.439
每股收益变动 (%)	23.1	2.5	6.0	16.4	18.9
市盈率(x)	6.8	6.6	6.1	5.2	4.4
市帐率(x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	3.0	4.1	4.3	5.2	6.0
权益收益率 (%)	18.7	16.1	15.1	15.5	16.1
净财务杠杆率 (%)	93.4	63.8	58.1	48.4	36.8

来源: 公司及招銀国际研究部

世茂 (813 HK)

评级	买入
收市价	HK\$13.36
目标价	HK\$17.36
市值(港币百万)	46,394
过去 3 月平均交易(港币百万)	146
52 周高/低(港币)	17.64/7.92
发行股数(百万)	3,466
主要股东	许荣茂(63.8%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-13.5%	-11.4%
3 月	-4.3%	-3.1%
6 月	5.7%	-1.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	26,031	28,652	44,211	50,082	56,795
物业发展	24,589	26,607	41,800	47,310	53,550
物业投资	441	507	606	678	745
酒店	892	999	1,159	1,318	1,569
其他	109	539	646	776	931
销售成本	(16,031)	(19,046)	(29,789)	(33,032)	(36,794)
毛利	10,000	9,606	14,422	17,050	20,001
销售费用	(770)	(1,047)	(1,326)	(1,502)	(1,704)
行政费用	(1,349)	(1,816)	(2,122)	(2,254)	(2,385)
其他收益	602	929	33	30	41
息税前收益	8,483	7,672	11,006	13,323	15,952
融资成本	(380)	(22)	(42)	(40)	(27)
联营公司	122	152	82	68	68
特殊收入	2,527	2,363	-	-	-
税前利润	10,751	10,165	11,046	13,351	15,993
所得税	(4,303)	(3,581)	(4,517)	(5,703)	(6,890)
非控制股东权益	(726)	(820)	(408)	(521)	(633)
净利润	5,722	5,765	6,120	7,127	8,470
核心净利润	4,563	4,387	6,120	7,127	8,470

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	44,035	52,222	54,055	56,015	58,215
物业、厂房及设备	10,801	14,420	15,000	15,500	16,000
投资物业	20,567	26,248	27,000	28,000	29,200
联营公司	5,616	7,038	7,500	8,000	8,500
无形资产	2,264	2,140	2,180	2,140	2,140
其他	4,787	2,375	2,375	2,375	2,375
流动资产	73,208	78,606	82,901	93,417	100,132
现金及现金等价物	13,994	18,098	15,501	18,767	18,682
应收贸易款项	12,107	13,315	13,200	14,800	15,600
关连款项	1,452	1,316	1,000	500	500
存货	44,706	44,712	52,000	58,000	64,000
其他	949	1,165	1,200	1,350	1,350
流动负债	51,474	57,512	63,498	68,818	71,748
借债	14,983	12,381	15,000	16,000	14,000
应付贸易账款	29,146	34,894	38,000	42,000	46,200
应付税项	7,159	7,260	7,500	7,800	8,500
关连款项	31	2,898	2,898	2,898	2,898
其他	154	79	100	120	150
非流动负债	30,751	32,389	27,800	29,000	28,250
借债	27,578	28,613	24,000	25,000	24,000
递延税项	3,173	3,776	3,800	4,000	4,250
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	4,426	5,020	5,200	5,640	5,850
净资产总值	30,592	35,907	40,458	45,974	52,499
股东权益	30,592	35,907	40,458	45,974	52,499

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	8,483	7,672	11,006	13,323	15,952
折旧和摊销	305	389	505	525	543
营运资金变动	(7,359)	(4,215)	(5,489)	(5,600)	(4,800)
税务开支	(2,443)	(2,878)	(4,252)	(5,203)	(5,940)
其他	(3,047)	9,575	148	835	790
经营活动所得现金净额	(4,062)	10,544	1,917	3,880	6,544
购置固定资产	(2,657)	(3,230)	(75)	25	43
联营公司	(415)	(7,052)	(1,186)	(1,477)	(1,677)
其他	-	2,411	0	-	-
投资活动所得现金净额	(3,072)	(7,871)	(1,261)	(1,452)	(1,635)
股份发行	(409)	30	-	-	-
净银行借贷	9,118	(1,567)	(1,994)	2,000	(3,000)
股息	(1,382)	(508)	(1,525)	(1,611)	(1,945)
其他	32	3,002	316	500	-
融资活动所得现金净额	7,360	957	(3,203)	889	(4,945)
现金增加净额	226	3,631	(2,547)	3,316	(35)
年初现金及现金等价物	12,140	12,313	15,894	13,297	16,563
汇兑	(52)	(50)	(50)	(50)	(50)
年末现金及现金等价物	12,313	15,894	13,297	16,563	16,478
受限现金	1,681	2,204	2,204	2,204	2,204
资产负债表中的现金	13,994	18,098	15,501	18,767	18,682

来源: 公司及招銀国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合(%)					
物业发展	94.5	92.9	94.5	94.5	94.3
物业投资	1.7	1.8	1.4	1.4	1.3
酒店	3.4	3.5	2.6	2.6	2.8
其他	0.4	1.9	1.5	1.5	1.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	38.4	33.5	32.6	34.0	35.2
税前利率	41.3	35.5	25.0	26.7	28.2
净利润率	22.0	20.1	13.8	14.2	14.9
核心净利润率	17.5	15.3	13.8	14.2	14.9
有效税率	40.0	35.2	40.9	42.7	43.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
速动比率 (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
平均应收账款周转天数	84.9	84.8	54.5	53.9	50.1
平均应付账款周转天数	598.7	613.6	446.6	442.0	437.5
平均存货周转天数	893.4	856.8	592.5	607.7	605.1
总负债/ 权益比率 (%)	139.1	114.2	96.4	89.2	72.4
净负债/ 权益比率 (%)	93.4	63.8	58.1	48.4	36.8
回报率 (%)					
资本回报率	20.0	17.3	16.0	16.5	17.2
资产回报率	5.4	4.6	4.6	5.0	5.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.622	1.663	1.762	2.052	2.439
每股股息(港元)	0.400	0.550	0.580	0.700	0.800
每股账面值(人民币)	8.83	10.34	11.65	13.24	15.12

来源: 公司及招銀国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。